



五矿期货有限公司  
MINMETALS FUTURES CO.,LTD

# 矿端延续偏紧， 镍价进退两难

## 镍半年报

2025/06/06



刘显杰（联系人）

☎ 0755-23375125

✉ liuxianjie@wkqh.cn

👤 从业资格号：F03130746

吴坤金（有色金属组）

👤 从业资格号：F3036210

👤 交易咨询号：Z0015924

# 目录

CONTENTS



01 半年度评估及策略推荐

02 期现市场

03 成本端

04 硫酸镍

05 精炼镍

06 供需平衡

01

---

# 半年度评估及策略推荐

- ◆ 2025年上半年镍价走势回顾：2025年上半年，镍价整体维持区间震荡，但波幅较去年有所收敛。镍矿端变量仍是驱动价格阶段上行的核心因素。3月，随后印尼政府对镍矿加征版税，镍矿价格大幅上涨，带动镍价突破13万元/吨的震荡区间上沿。但需求端的疲软以及库存的持续累积限制了镍价上涨弹性，镍价最高涨至135850元/吨后便拐头向下，特朗普对等关税又进一步加速镍价下跌。4月中旬，随着关税扰动边际缓解，叠加矿端成本支撑坚挺，镍价又重回原先区间震荡运行。
- ◆ 成本端：2025年上半年，印尼镍矿配额持续影响矿端供应，镍矿供应紧张下，镍矿价格重心不断上移。预计2025年下半年印尼RKAB审批进度依然较难匹配市场需求，镍矿仍维持紧平衡格局，矿价或维持高位震荡。中间品方面，2025年下半年，印尼依然有较多中间品项目等待投产，产量仍有进一步增长空间。
- ◆ 硫酸镍：需求端三元电池需求维持小幅增长，前4月国内三元动力电池累计装车量87.3GWh，同比增长3.4%。供给端，企业以销定产，产量相对稳定，整体供需矛盾并不大。利润方面，硫酸镍企业生产利润小幅回暖，但印尼进口冲击下，预计下半年继续承压。
- ◆ 精炼镍：供给端，国内精炼镍产能持续释放，单月产量位于历史高位水平。需求端，上半年表需数据虽然亮眼，但主要系部分下游备库需求较强，从终端行业消费来看，整体表现一般。地产端，政府出台等多项政策，但地产数据依旧难见起色。家电方面，以旧换新政策刺激下，洗衣机、空调、冰箱等家电产品上半年消费表现尚可但难以持续。
- ◆ 供需平衡：供需平衡来看，镍仍处于过剩周期。2025年全球镍供给总量预计为378.9万吨左右，同比增速11.5%左右；2025年全球镍需求总量预计为369.9万吨左右，同比增速9.8%；过剩量9.0万吨左右。供需之外，印尼RKAB审批制度或导致镍矿供应难匹配需求，下游虽仍有投产预期，但矿价支撑叠加下游估值水平较低，镍价难以进一步深跌。预计2025年下半年镍价将探底回升，逐步构筑价格底部，沪镍盘面预计在10万元/吨-14万元/吨之间运行，LME镍预计在14000-18000美元/吨之间运行。

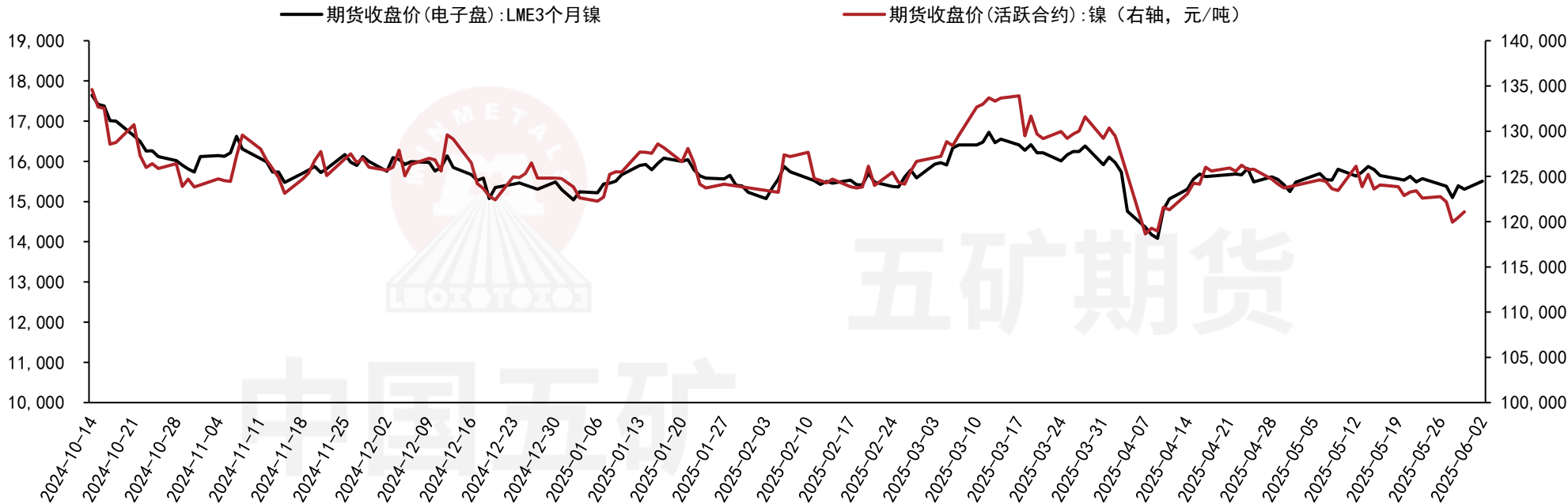
02

---

# 期现市场



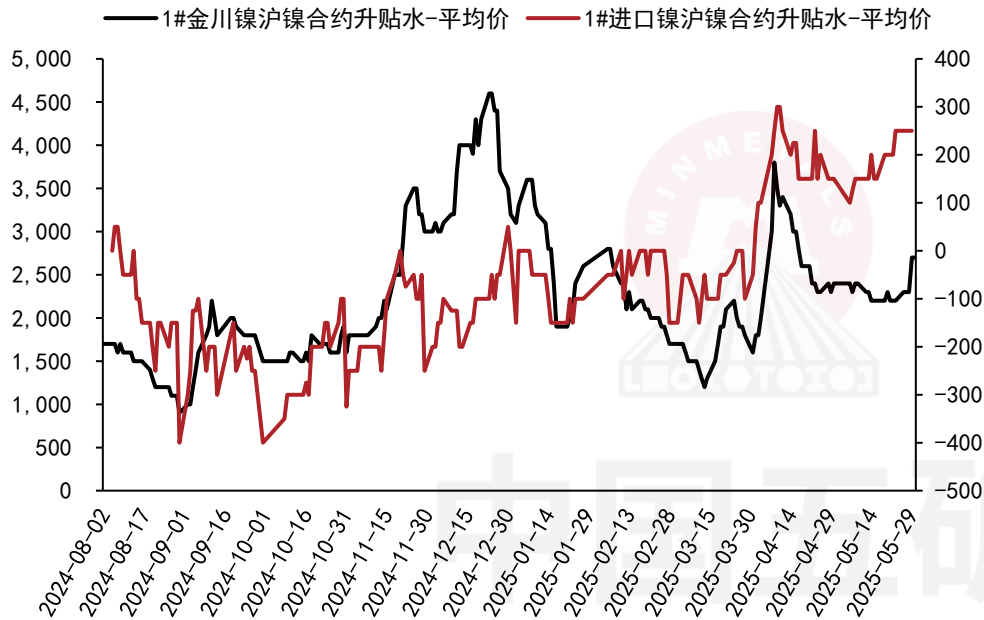
图1：镍期货合约价格走势



资料来源：LME、Wind、五矿期货研究中心

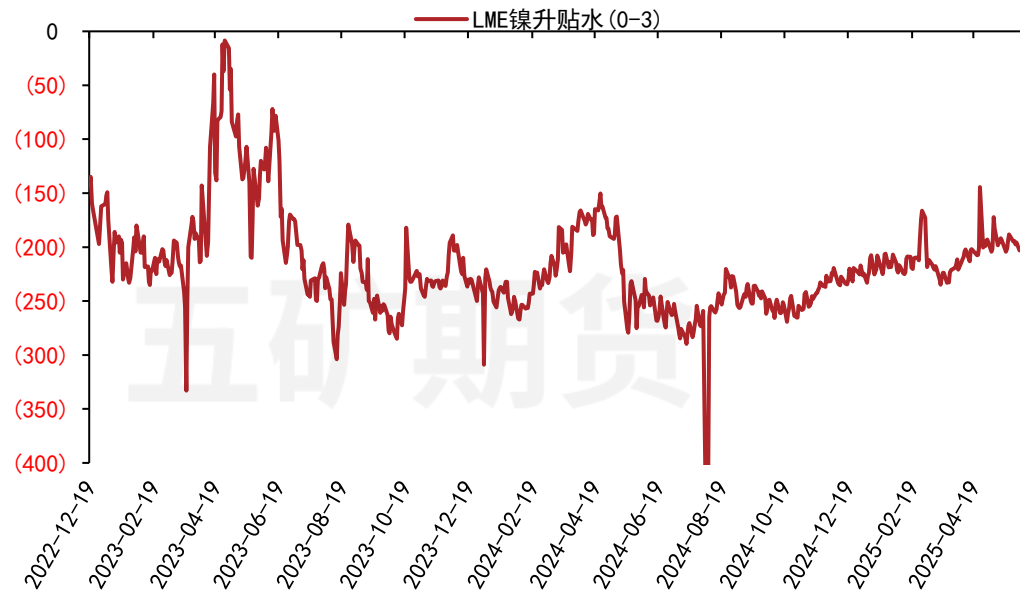
2025年上半年，镍价整体维持区间震荡，但波幅较去年有所收敛。镍矿端变量仍是驱动价格阶段上行的核心因素。3月，随后印尼政府对镍矿加征资源税，镍矿价格大幅上涨，带动镍价突破13万元/吨的震荡区间上沿。但需求端的疲软以及库存的持续累积限制了镍价上涨弹性，镍价最高涨至135850元/吨后便拐头向下，特朗普对等关税又进一步加速镍价下跌。4月中旬，随着关税扰动边际缓解，叠加矿端成本支撑坚挺，镍价又重回原先区间震荡运行。

图2：国内镍现货升贴水（元/吨）



资料来源：上期所、SMM、五矿期货研究中心

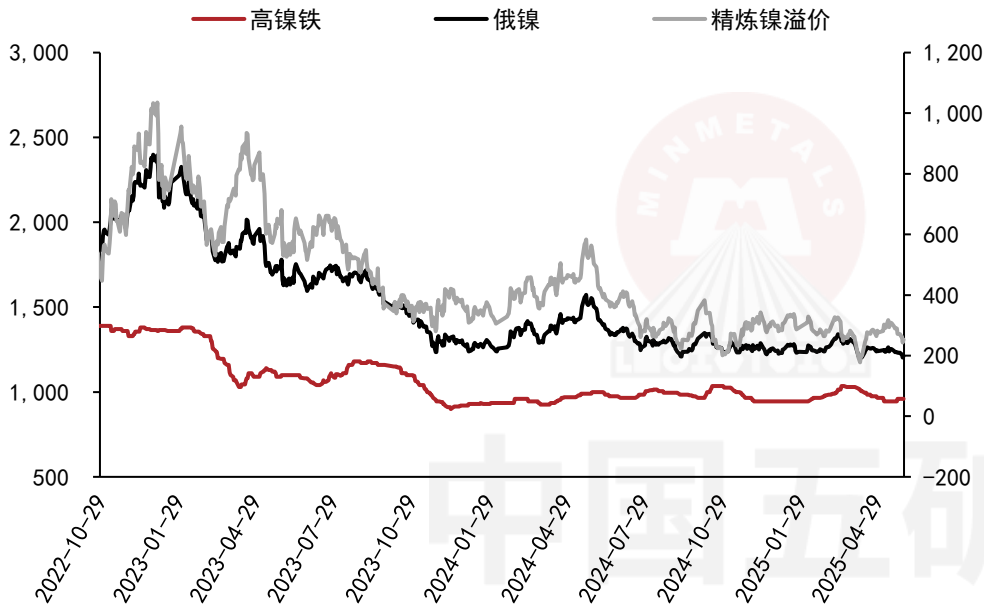
图3：伦镍现货升贴水（美元/吨）



资料来源：LME、五矿期货研究中心

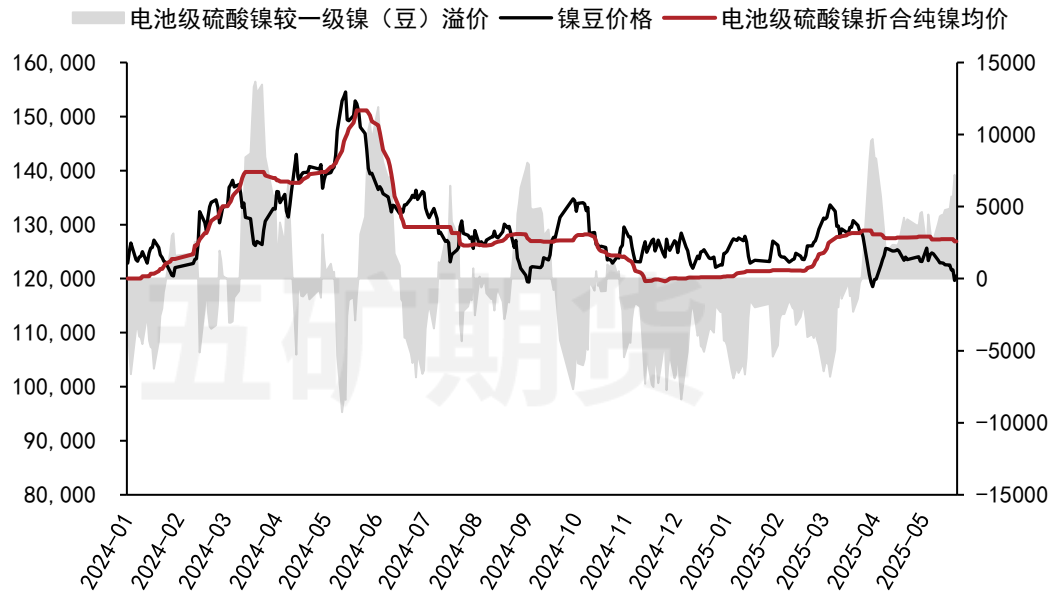
- 1、升贴水方面，俄镍升贴水整体位于-200元/吨至+200元/吨区间波动，金川镍升贴水表现相对较强，目前仍处于高位水平，主要系部分下游备库需求较强。
- 2、伦镍0-3升贴水较去年有所回升，但仍处于较低水平，反映国外现货资源维持宽松状态。

图4：镍铁价格（万元/吨）



资料来源：SMM、五矿期货研究中心

图5：硫酸镍相对镍豆溢价（万元/吨）



资料来源：Wind、SMM、五矿期货研究中心

- 1、镍铁方面，本身估值水平已经处于较低水平，成本支撑下镍铁价格在上半年稳中有涨。
- 2、硫酸镍方面，年初受中间品涨价支撑，价格跟随镍价上涨；5月下游需求偏强，价格并未跟随镍价回落，对镍豆溢价持续处于较高水平。



03

---

成本端

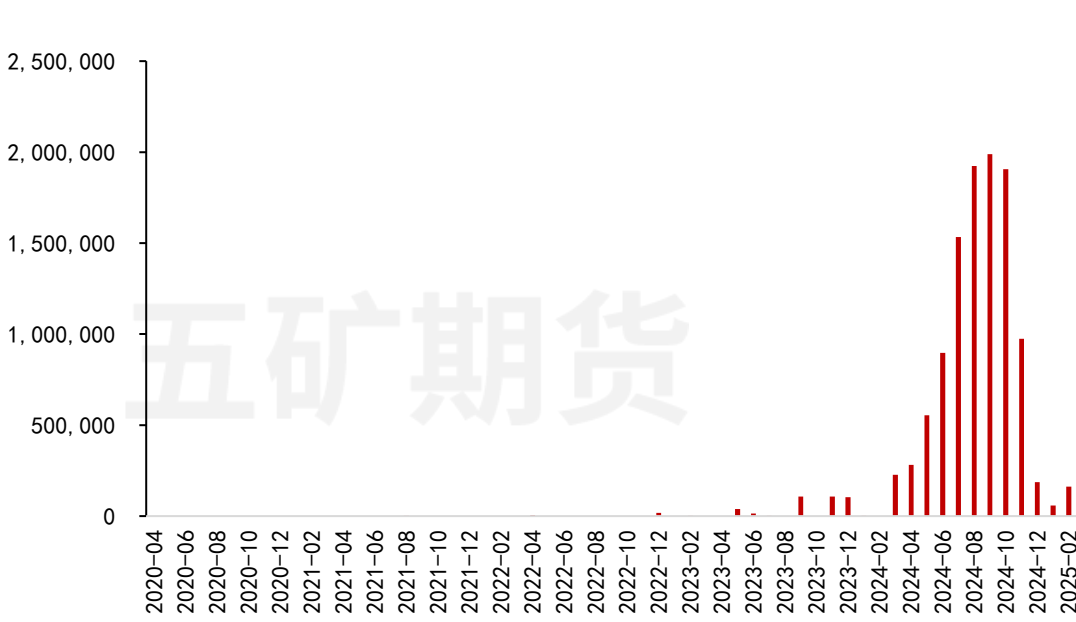
图6：印尼镍矿供需平衡估算

品种	2024产量 (万金属吨)	2024镍矿耗量 (亿湿吨)	2025预计产量 (万金属吨)	2025镍矿耗量 (万湿吨)
镍铁	151	1.53	167.9	1.61
冰镍	33.7	0.36	46.8	0.49
MHP	27.9	0.45	46	0.74
其他	7.1	0.07	7.3	0.07
合计	219.8	2.41	268	2.91

资料来源：上海钢联、五矿期货研究中心

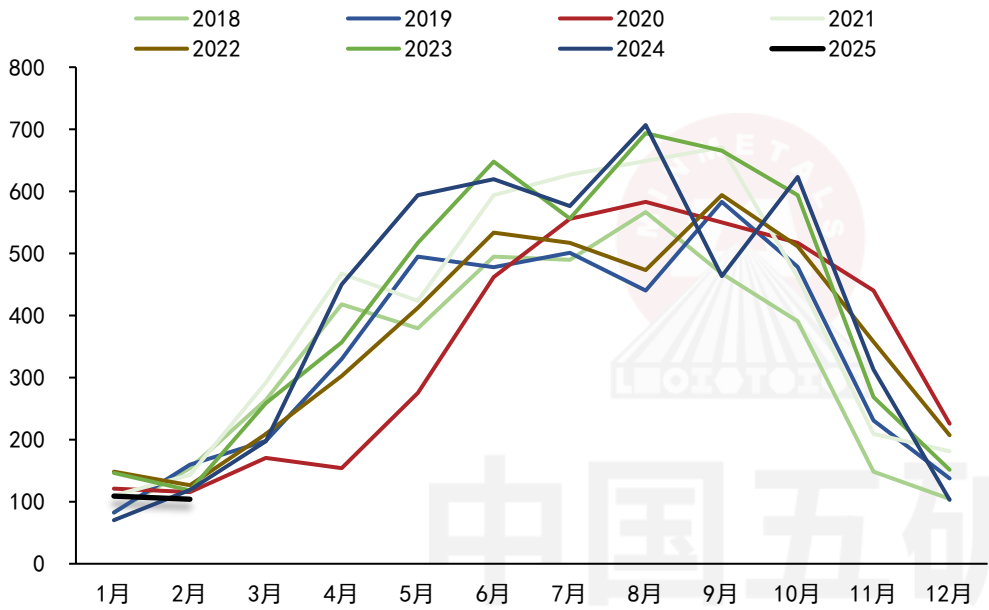
印尼全年镍矿RKAB审批进度较为谨慎，截止到5月审批额度约为2.98亿吨，考虑到印尼镍矿供应效率，实际能开采并供应至下游的量要略低，加上菲律宾镍矿的进口量，预计印尼镍矿全年整体处于紧平衡状态。

图7：印尼镍矿进口统计（千吨）



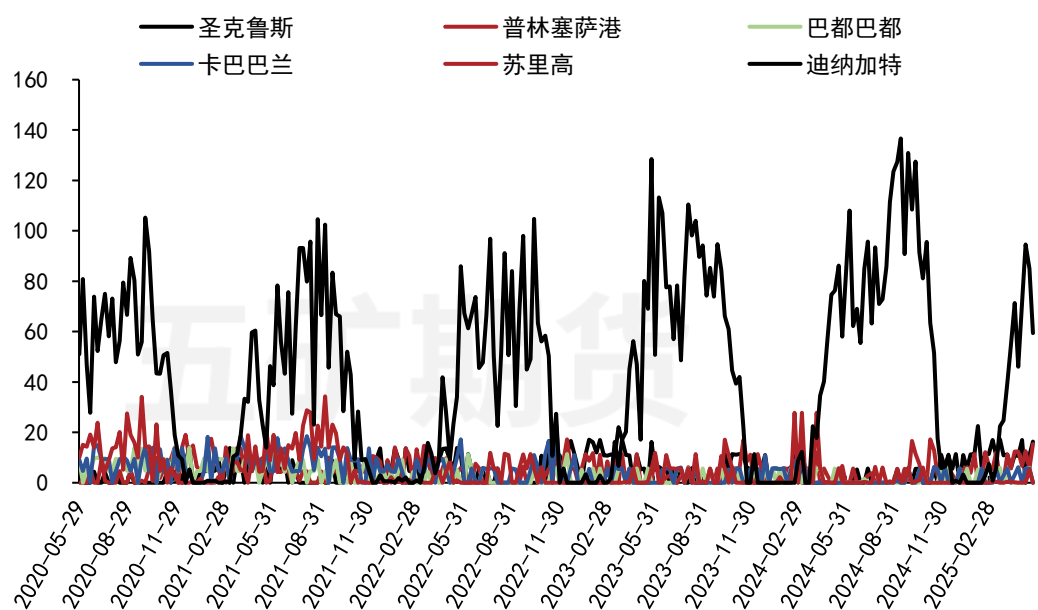
资料来源：上海钢联、五矿期货研究中心

图8：菲律宾镍矿出口（万湿吨）



资料来源：上海钢联、五矿期货研究中心

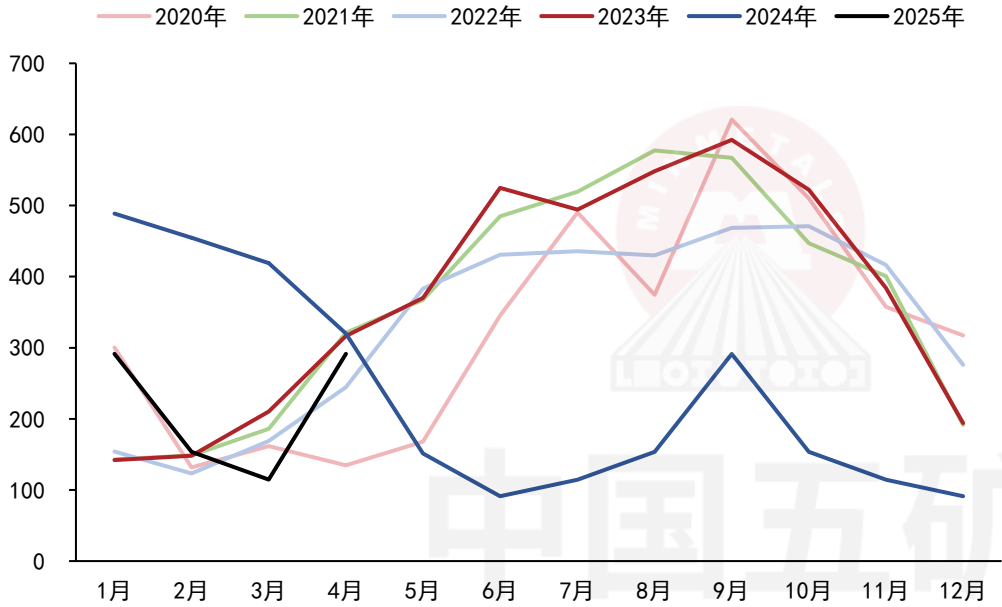
图9：菲律宾镍矿出港统计（万吨）



资料来源：SMM、五矿期货研究中心

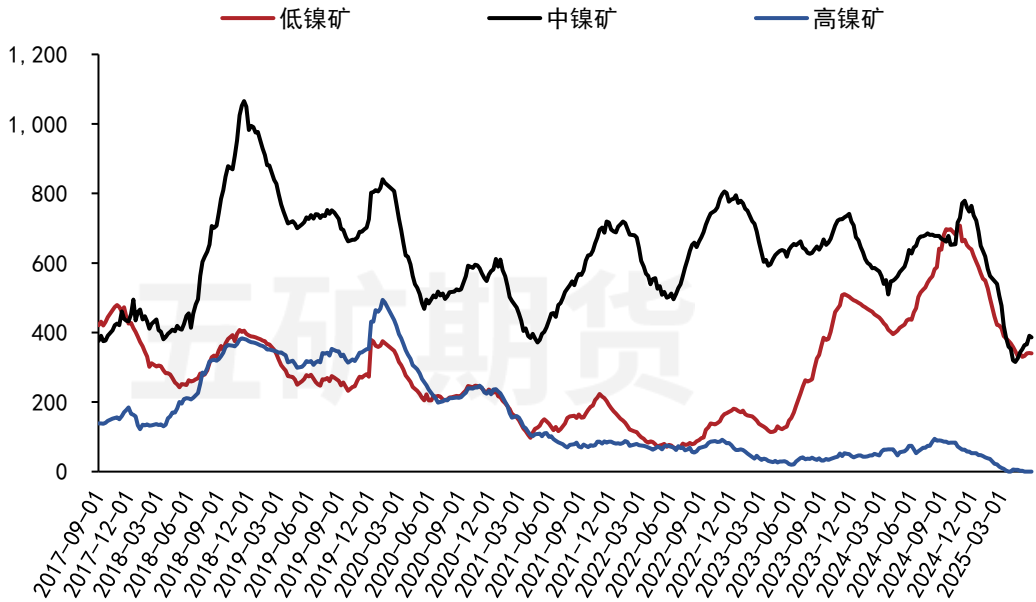
菲律宾方面，今年可出口的矿山总数将达到43-45家，2025年镍矿产量预计较上一年增长8%-10%，出口量预计约5900万湿吨。

图10：国内镍矿月度进口量(元/吨)



资料来源：海关、五矿期货研究中心

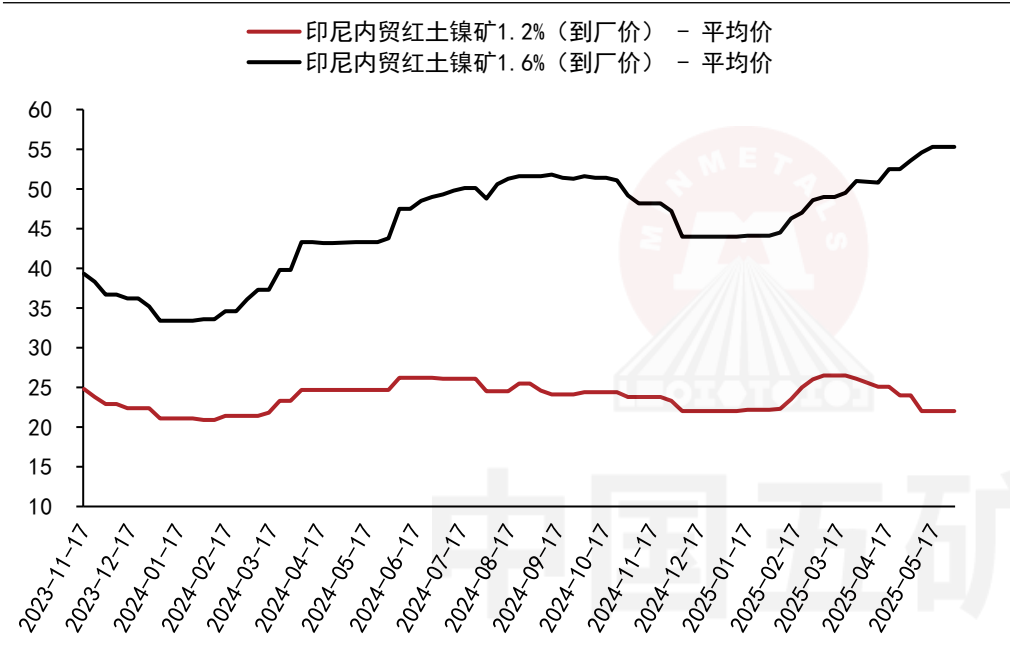
图11：国内镍矿港口库存



资料来源：上海钢联、五矿期货研究中心

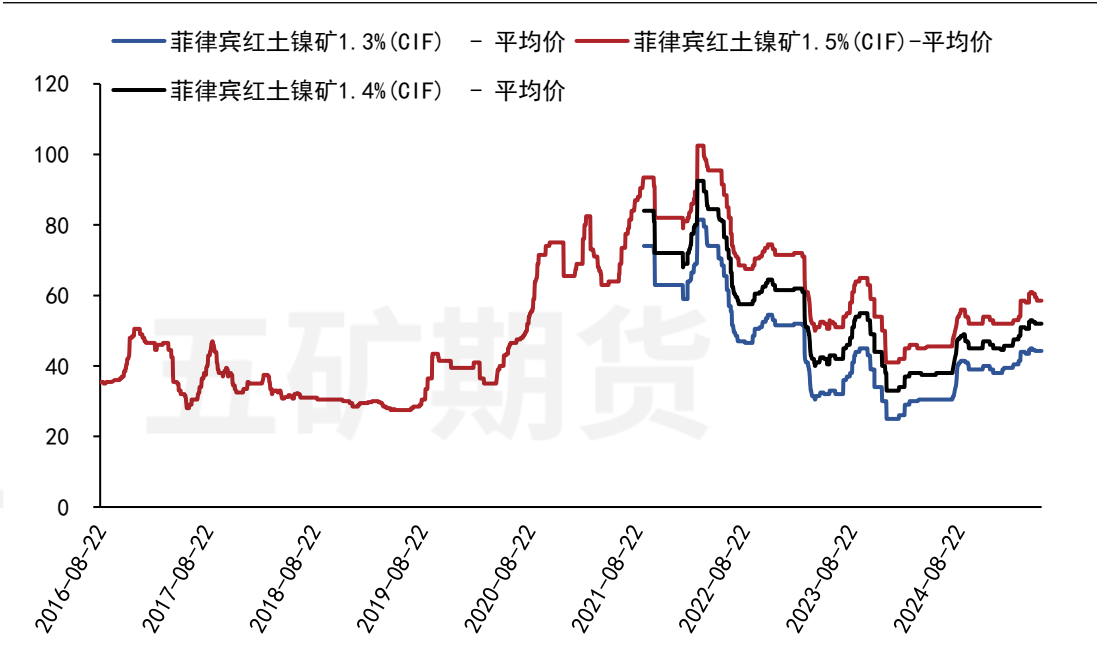
- 1、国内镍矿进口主要来自菲律宾，2025年1-4月进口镍矿砂及其精矿650.7万吨，同比去年下降3.8%。
- 2、国内镍矿港口库存整体水平低于往年，主要由于上半年镍铁价格表现偏强，镍铁厂生产动力较强。

图12：印尼镍矿价格（美元/吨）



资料来源：SMM、五矿期货研究中心

图13：菲律宾镍矿价格（美元/吨）

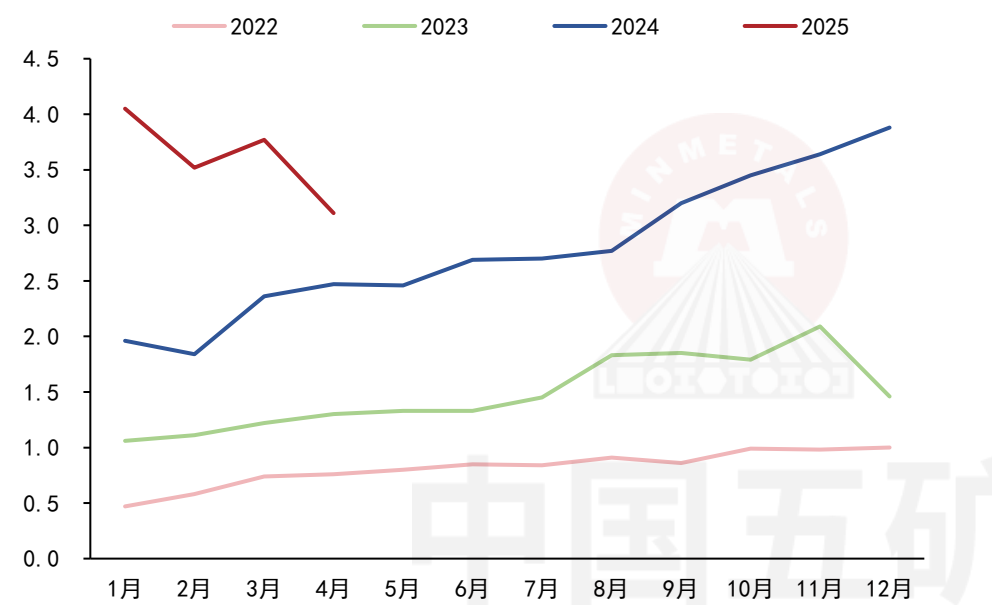


资料来源：SMM、五矿期货研究中心

- 1、2025年上半年，火法矿供应紧缺现象明显，价格重心不断上移，湿法矿价格短暂上行后又跌至年初水平。截至2025年5月30日，印尼内贸1.6%品位红土镍矿到厂价由年初44元/吨涨至最高55.3美元/吨，涨幅达25.7%，菲律宾产1.5%品位镍矿国内CIF报价58.5美元/湿吨，价格相比年初上涨12.5%。
- 2、印尼政府已多次表态通过管理镍矿石的供应和需求来支撑镍价，叠加火法矿本身资源就较为有限，预计下半年火法矿维持紧平衡格局，矿价或继续维持高位。

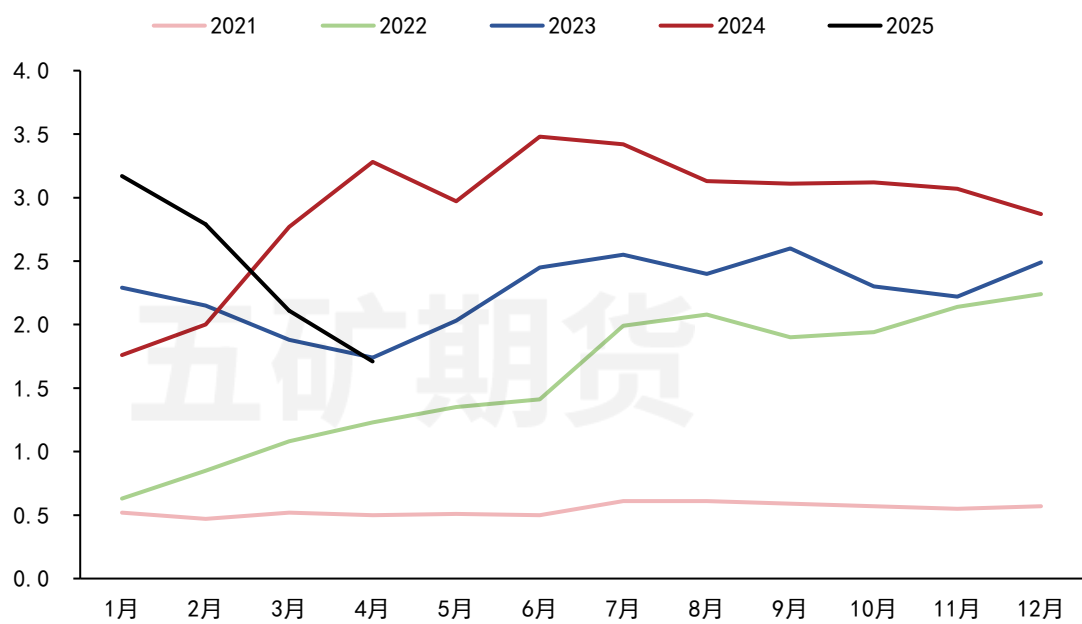
# 印尼中间品产量仍有进一步增长空间

图14：印尼MHP产量（万镍吨）



资料来源：上海钢联、五矿期货研究中心

图15：印尼冰镍产量（万镍吨）



资料来源：上海钢联、五矿期货研究中心

- 1、由于2025年上半年镍铁价格表现强势，镍铁高冰镍价差走阔，导致印尼部分RKEF转产高冰镍项目减产，高冰镍3、4月产量下降明显。
- 2、4月，印尼部分MHP产线受到山体滑坡影响，供给出现小幅减量。



# 中间品产量仍有进一步增长空间

图16：2023-2025年印尼冰镍产线梳理

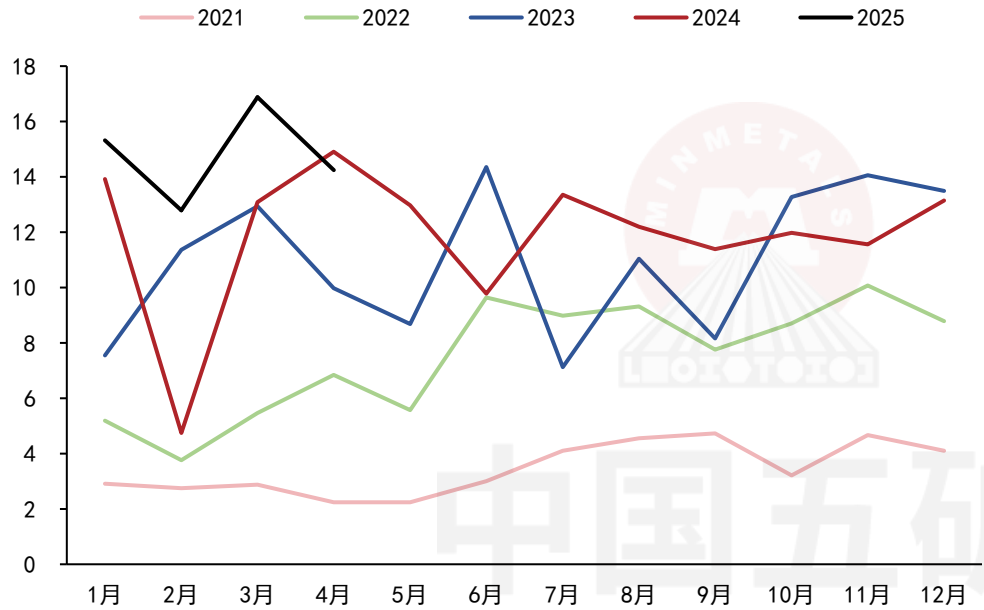
Matte							
地区	股东	项目名称	产品	炉型	数量 (台)	预计投产时间	年产能 (万金属吨)
weda bay	伟明环保	印尼嘉曼新能源有限公司 (JMNE)	Matte	富氧侧吹	4	2024年-2025年	4
加里曼丹岛Balikpapan	MMS集团印度尼西亚公司(MMSGI)	PT MITRA MURNI PERKASA (MMP)	Matte	48000kvaRKEF	2	2025年Q2	2.2
Morowali	中伟股份	印尼中青新能源 2期	Matte	富氧侧吹	4	2025Q3	4
-	伟明环保 Merit 格林美	嘉曼美新能源有限公司	Matte	-	-	2025年6月	5
MHP							
地区	股东	项目名称	产品	炉型	数量 (台)	预计投产时间	年产能 (万金属吨)
Morowali工业园	格林美控股	格林爱科镍金属有限公司	MHP	湿法冶炼	1	2025年	2
Morowali工业园	青山	印尼晨曦镍钴湿法项目	MHP/纯镍	湿法冶炼	-	2025年Q3	6.7
Sulawesi	韩国浦项制铁、宁波瑞信工贸	-	MHP	湿法冶炼	-	2025年	12
Morowali工业园	上海鼎信 Nickel Industries	Excelsior Nickel Cobalt (ENC)	MHP/ 硫酸镍	湿法冶炼	-	2025年Q4	7.2

资料来源：五矿期货研究中心

2025下半年，印尼依然有较多中间品项目等待投产，产量仍有进一步增长空间。

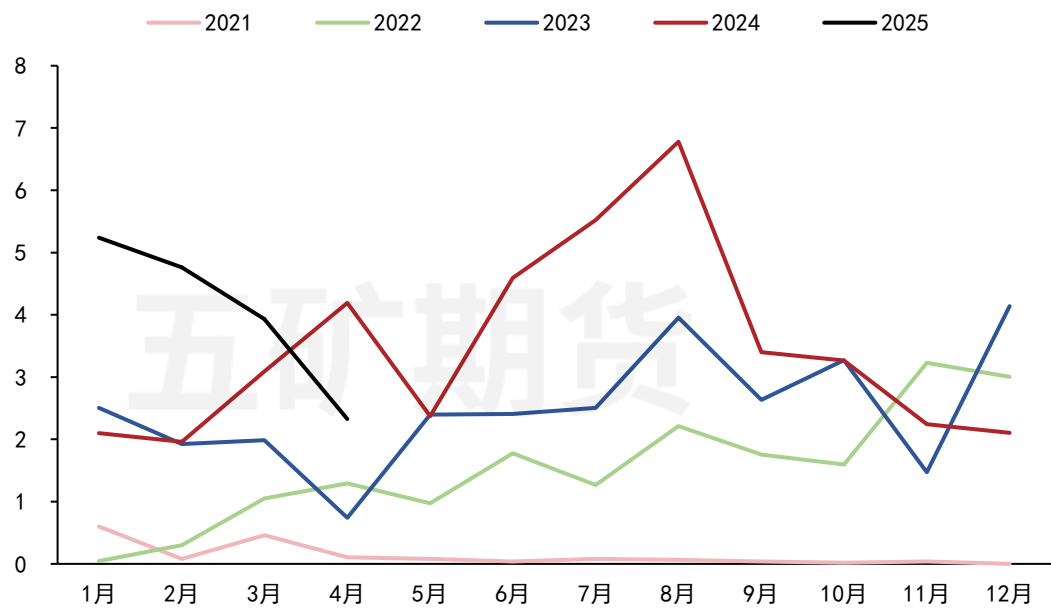
# 国内中间品进口量增长明显

图17：国内MHP进口量(万吨)



资料来源：SMM、海关、五矿期货研究中心

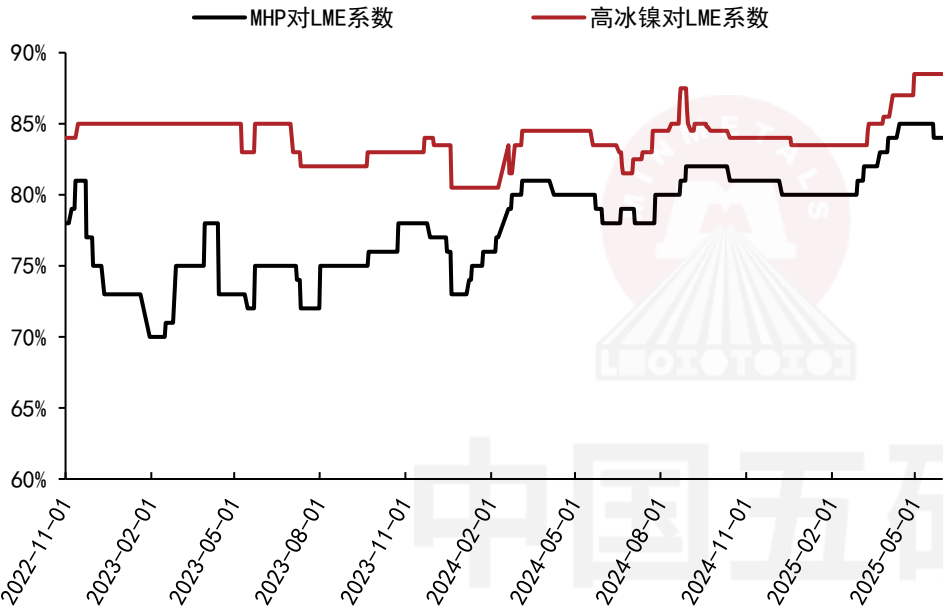
图18：国内镍钨进口量(吨)



资料来源：SMM、海关、五矿期货研究中心

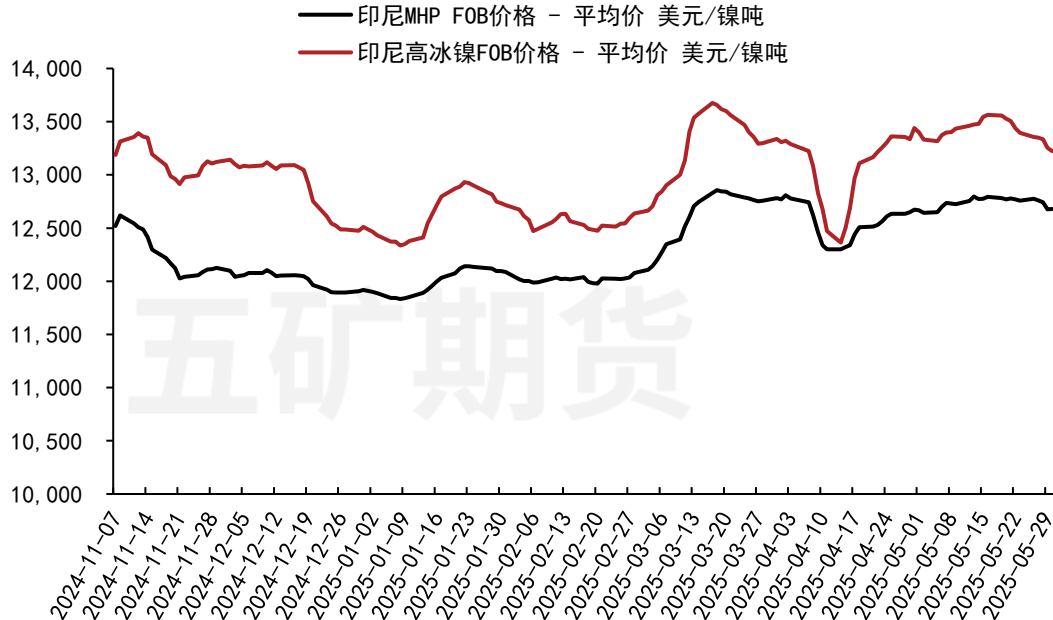
尽管2025年上半年印尼高冰镍项目减产，但由于基数较低，国内中间品进口量仍实现较大规模增长。2025年1-4月国内镍湿法冶炼中间品进口总量59.2万吨，同比增加27.3%；镍钨进口量16.3万吨，同比增加43.4%。

图19：中间品价格及成交系数



资料来源：SMM、五矿期货研究中心

图20：印尼中间品FOB价格



资料来源：SMM、五矿期货研究中心

1、2025年上半年印尼高冰镍项目减产，中间品流通现货偏紧，中间品市场成交价格及报价系数维持坚挺。截至5月30日，印尼MHP FOB价格报12697美元/金属吨，高冰镍报13223美元/金属吨。

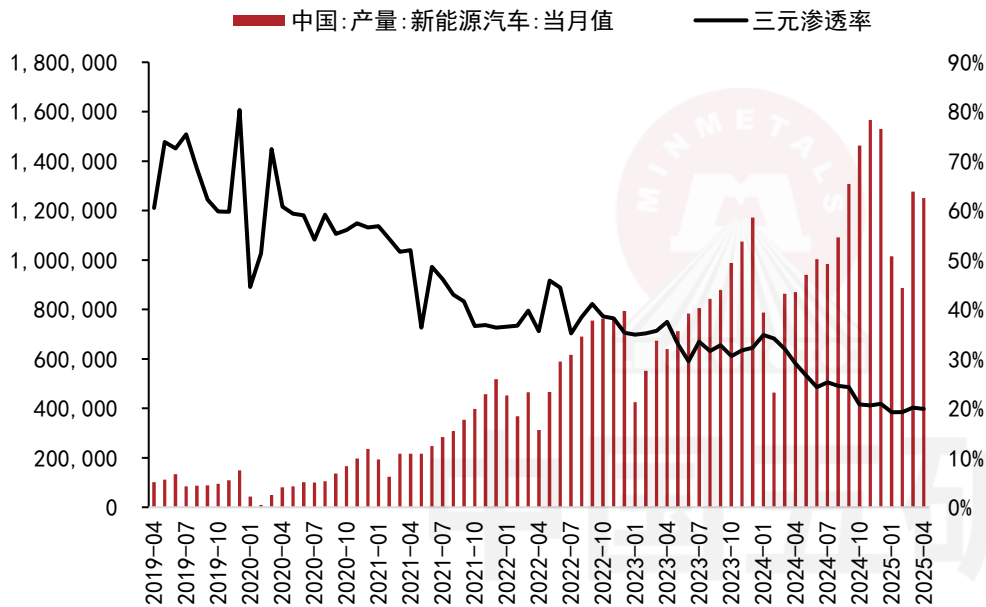
04

---

# 硫酸镍

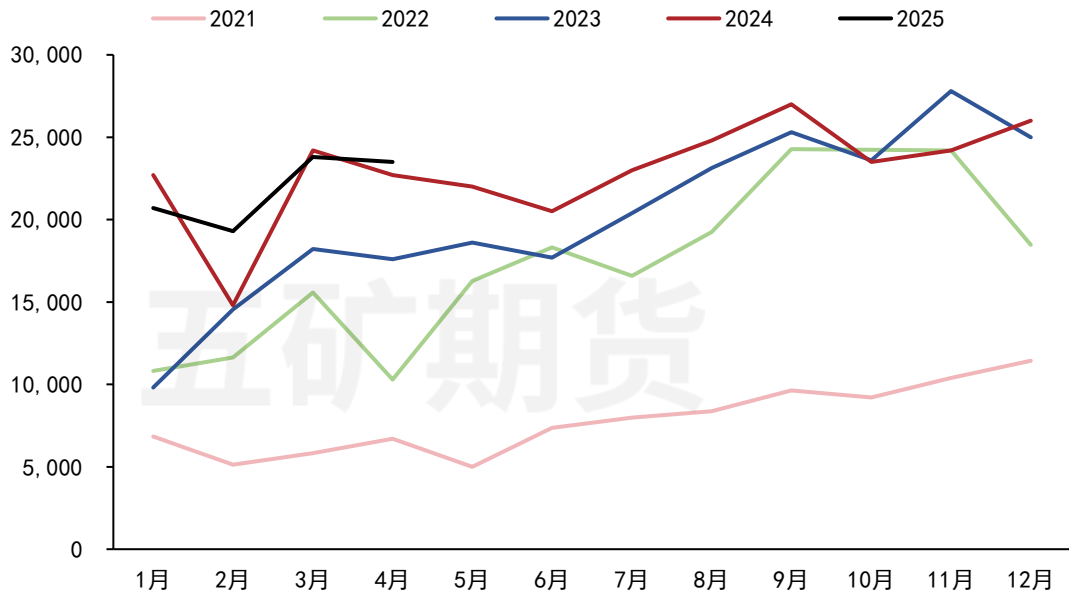
# 新能源汽车表现超出年初预期，三元电池渗透率企稳

图21：中国新能源汽车产量及三元渗透率



资料来源：中汽协、五矿期货研究中心

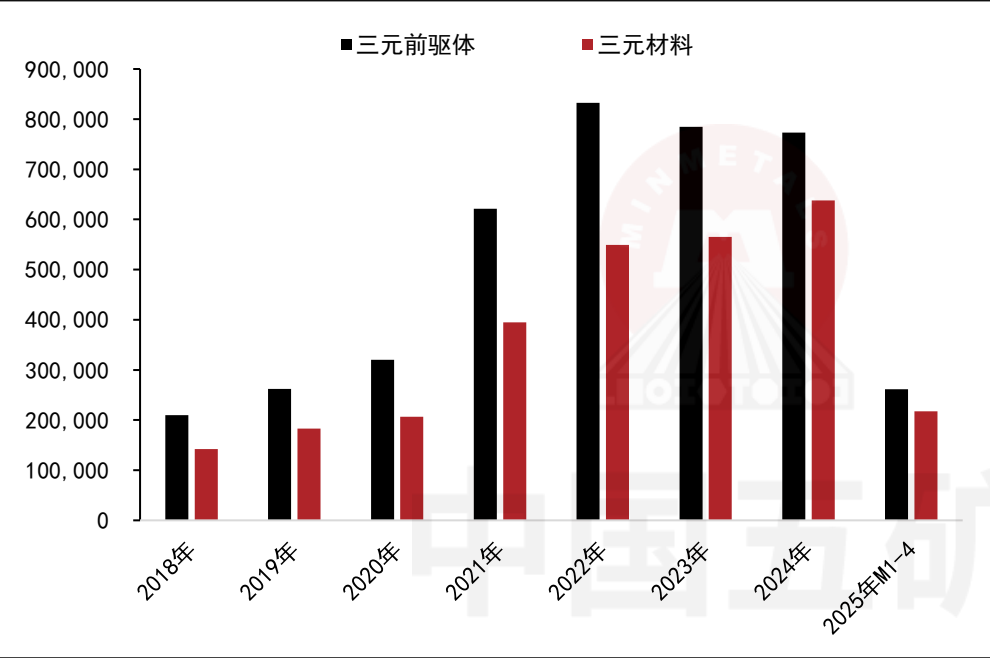
图22：三元电池月度产量（MWh）



资料来源：SMM、五矿期货研究中心

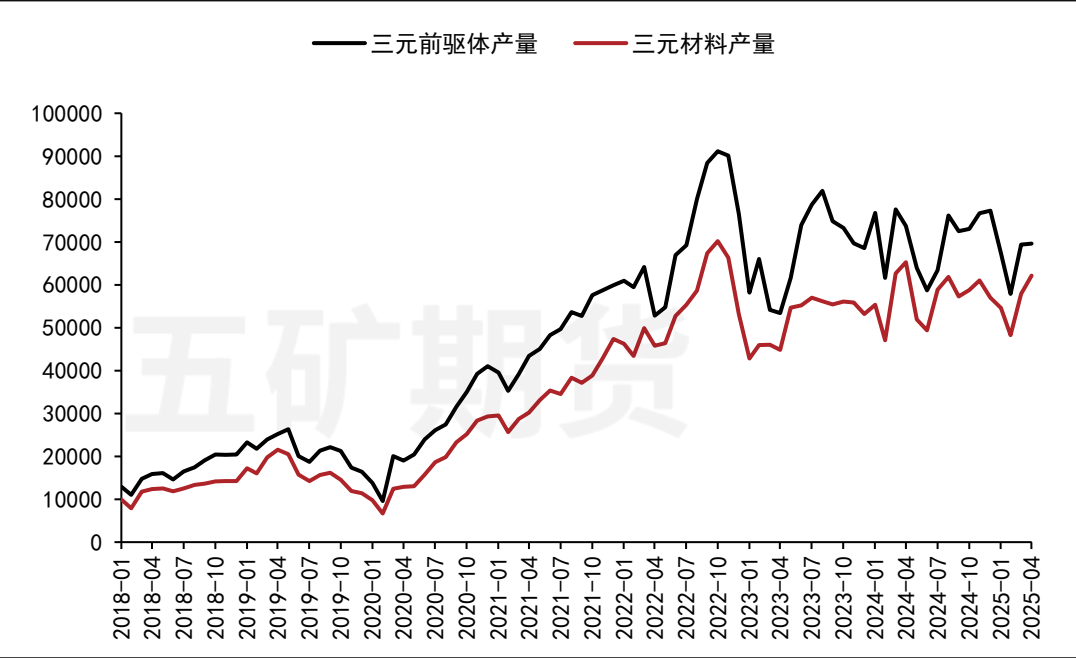
- 1、今年上半年国内新能源汽车表现超出年初预期。根据中汽协数据，2025年1-4月，中国新能源汽车产销分别完成298.5万辆和294万辆，同比分别增长30.3%和32.3%。其中，三元锂电份额有所企稳，维持在20%附近。
- 2、今年前4月国内三元动力电池累计装车量87.3GWh，同比去年增长3.4%。

图23：三元材料及三元前驱体年度产量



资料来源：上海钢联、五矿期货研究中心

图24：中国三元前驱体和正极材料月度产量（吨）

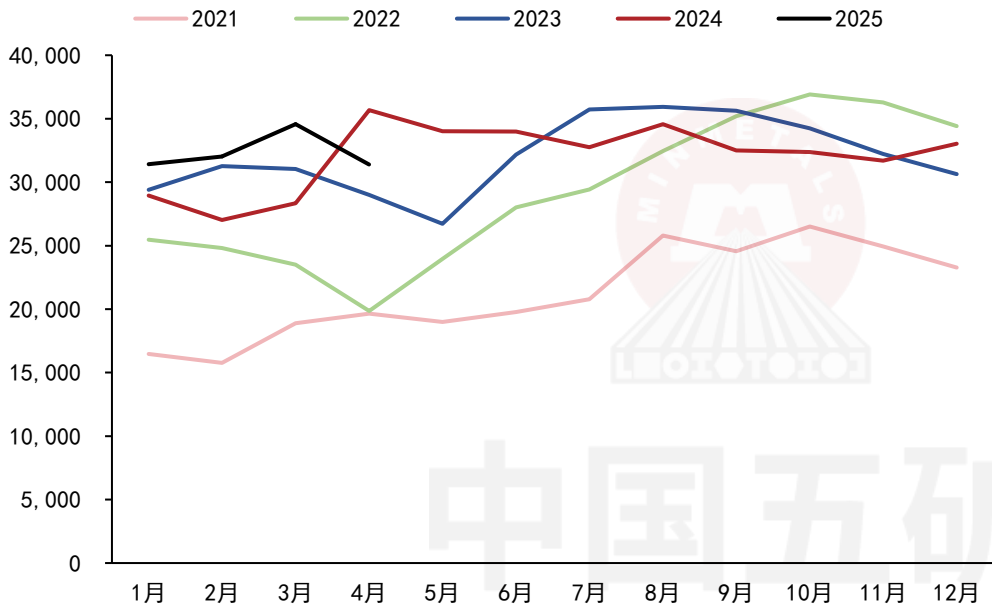


资料来源：SMM、五矿期货研究中心

2025年1-5月国内三元前驱体产量26.1万吨，同比-5.8%。1-5月三元材料产量为28.7万吨，同比+1.5%。

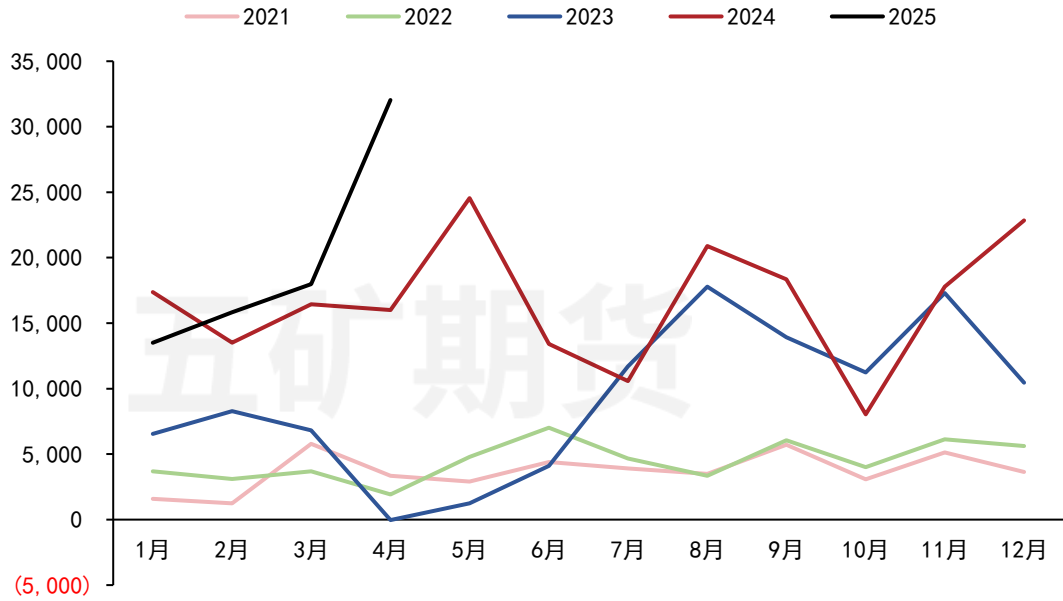


图25：中国硫酸镍产量(吨)



资料来源：上海钢联、五矿期货研究中心

图26：中国硫酸镍净进口量(吨)



资料来源：SMM、海关、五矿期货研究中心

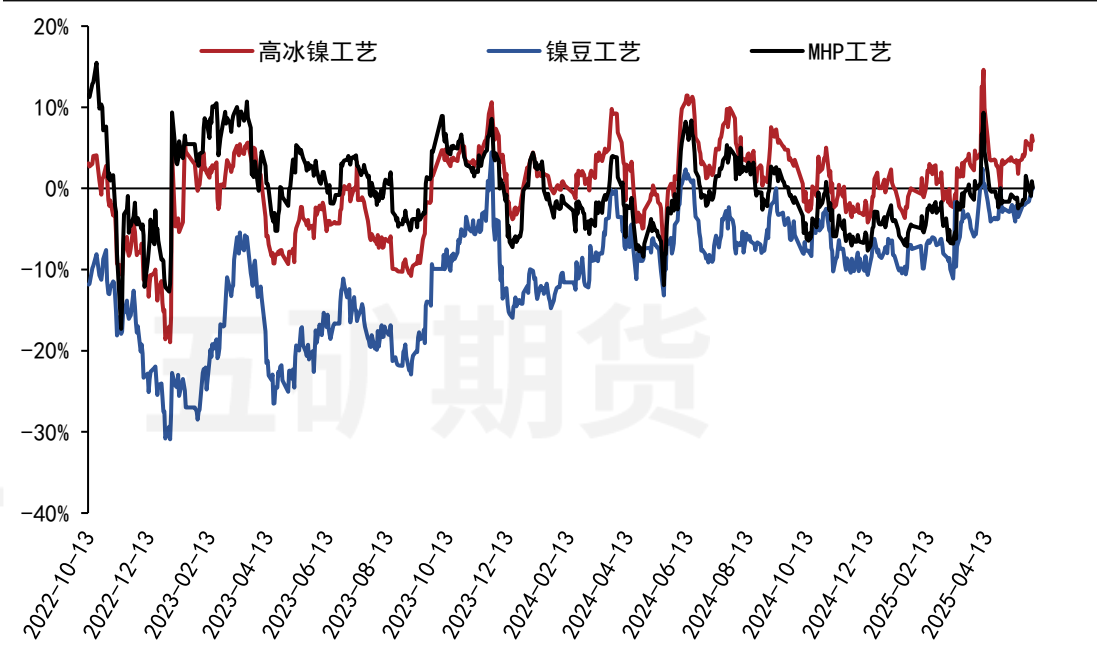
- 1、硫酸镍产能过剩依旧较为严重，全年开工率不到60%，企业以销定产为主。2025年1-5月国内硫酸镍产量12.9万金属吨，同比+7.8%。
- 2、进口方面，随着印尼硫酸镍产能的陆续投产，国内硫酸镍进口量同比大幅增加，2025年1-4月国内硫酸镍净进口7.9万吨，同比+25.3%。

图27：不同工艺下电池级硫酸镍生产成本及价格（元/吨）



资料来源：SMM、五矿期货研究中心

图28：电池级硫酸镍主要原料生产利润率



资料来源：SMM、五矿期货研究中心

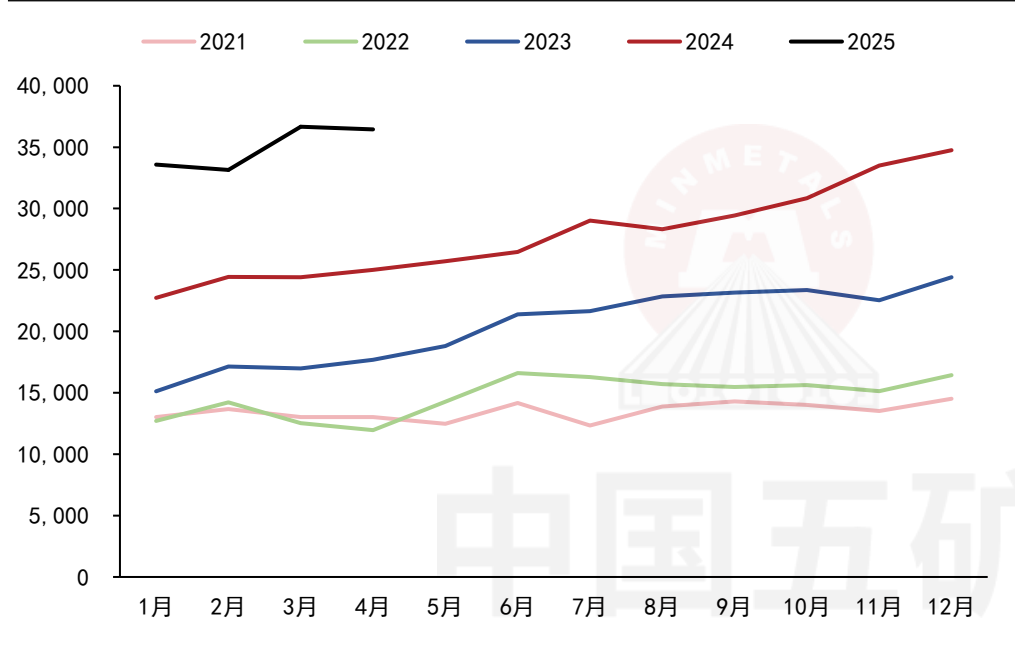
硫酸镍企业全年上半年生产利润有所改善。

05

---

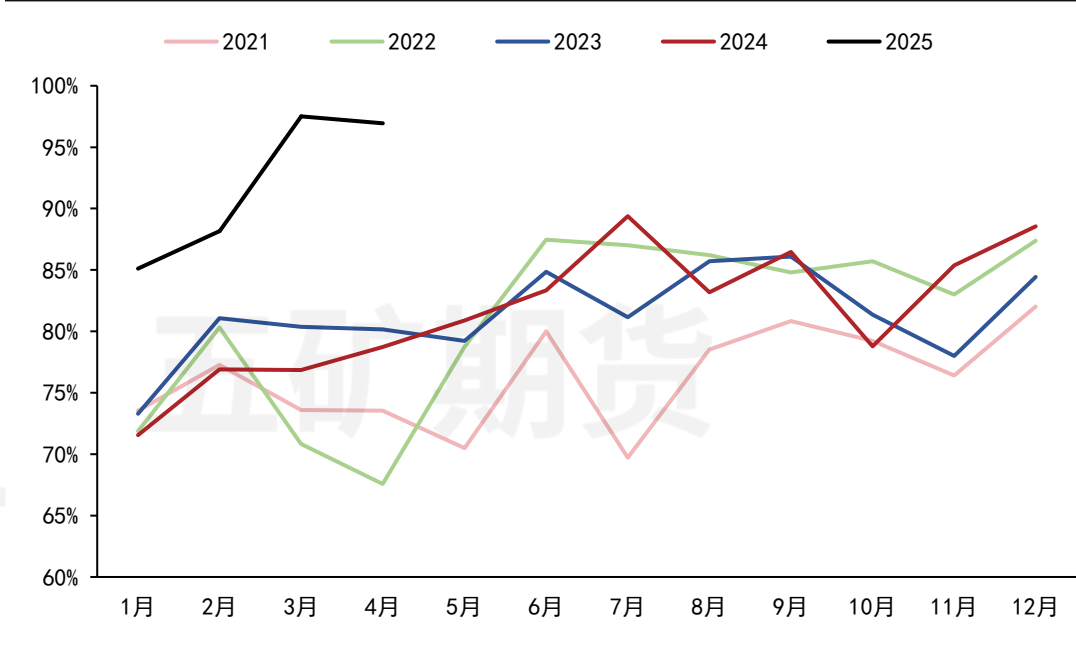
# 精炼镍

图29：精炼镍月度产量（吨）



资料来源：SMM、五矿期货研究中心

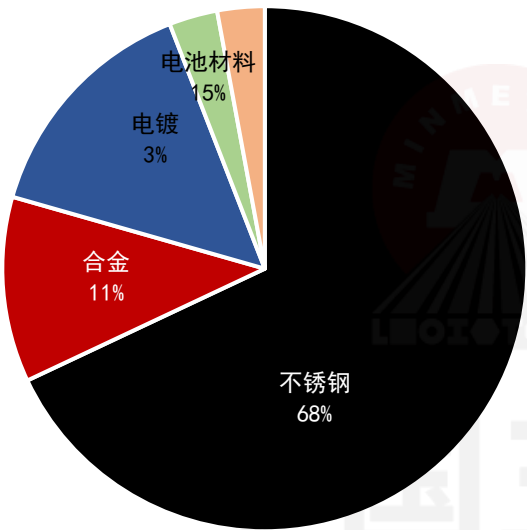
图30：国内精炼镍月度开工率



资料来源：SMM、五矿期货研究中心

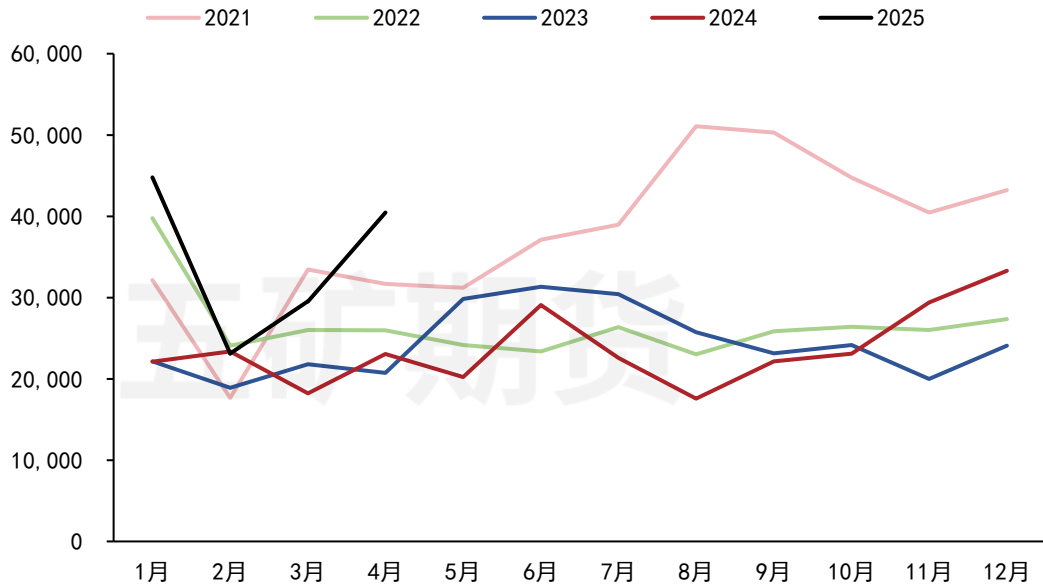
国内精炼镍产能持续释放。2025年4月，全国精炼镍产量达到3.64万吨，位于历史高位水平。

图31：2024年下游行业耗镍量占比



资料来源：SMM、五矿期货研究中心

图32：中国精炼镍表观消费量（万吨）

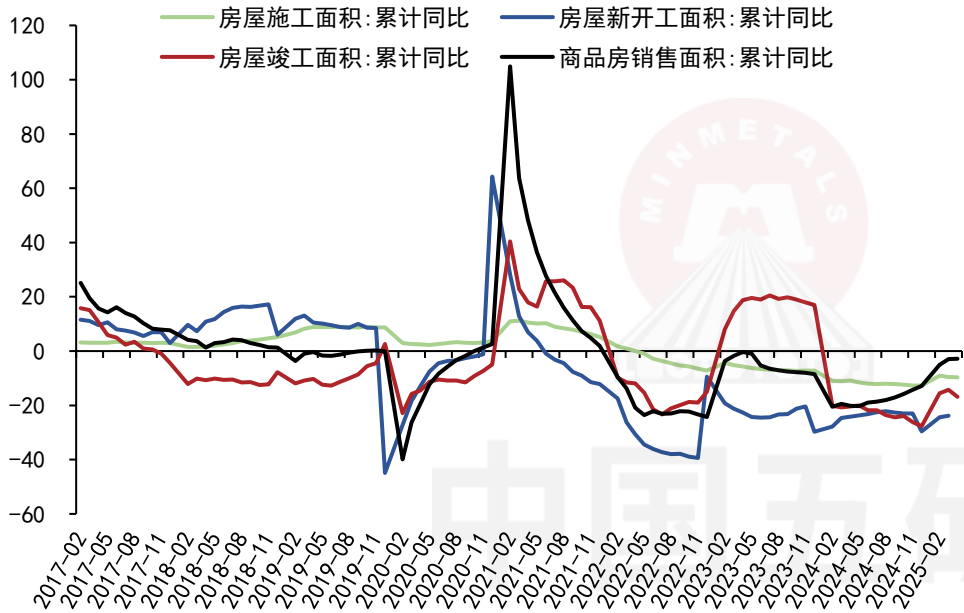


资料来源：SMM、五矿期货研究中心

- 1、从消费结构占比来看，纯镍仍然以合金、不锈钢及电镀为最主要的下游领域，合金消费占比约55%，不锈钢消费占比约20%，电镀消费占比约15%。
- 2、2025年1-4月，精炼镍表观消费量13.8万镍吨，同比去年大幅增长59.0%，主要系部分下游备库需求较强。

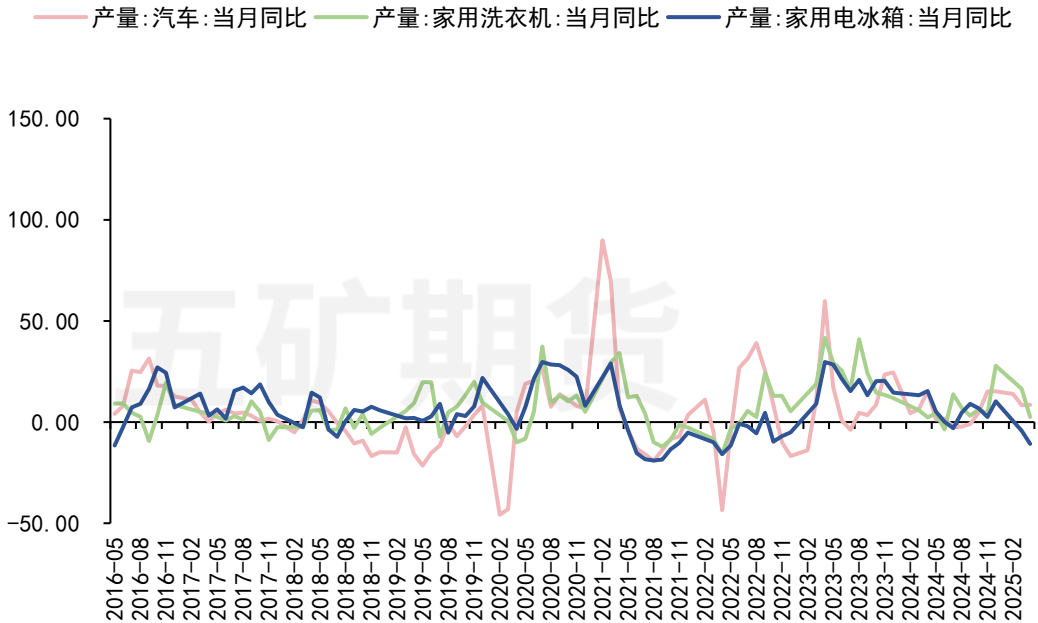
# 精炼镍需求： 不锈钢终端行业消费整体表现一般

图33：房产端数据累计同比（%）



资料来源：上海钢联、五矿期货研究中心

图34：家电产量当月同比（%）



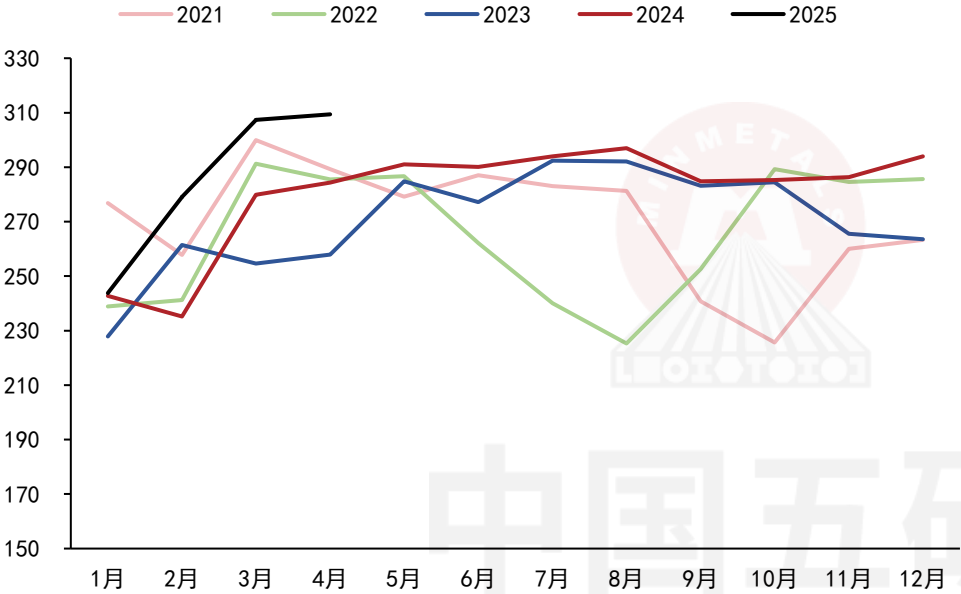
资料来源：上海钢联、五矿期货研究中心

不锈钢终端行业消费整体表现一般。地产端，政府出台等多项政策，但地产数据依旧难见起色。家电方面，以旧换新政策刺激下，洗衣机、空调、冰箱等家电产品上半年消费表现尚可。



# 精炼镍需求：不锈钢产量增速预计有所放缓

图35：不锈钢产量（万吨）



资料来源：上海钢联、五矿期货研究中心

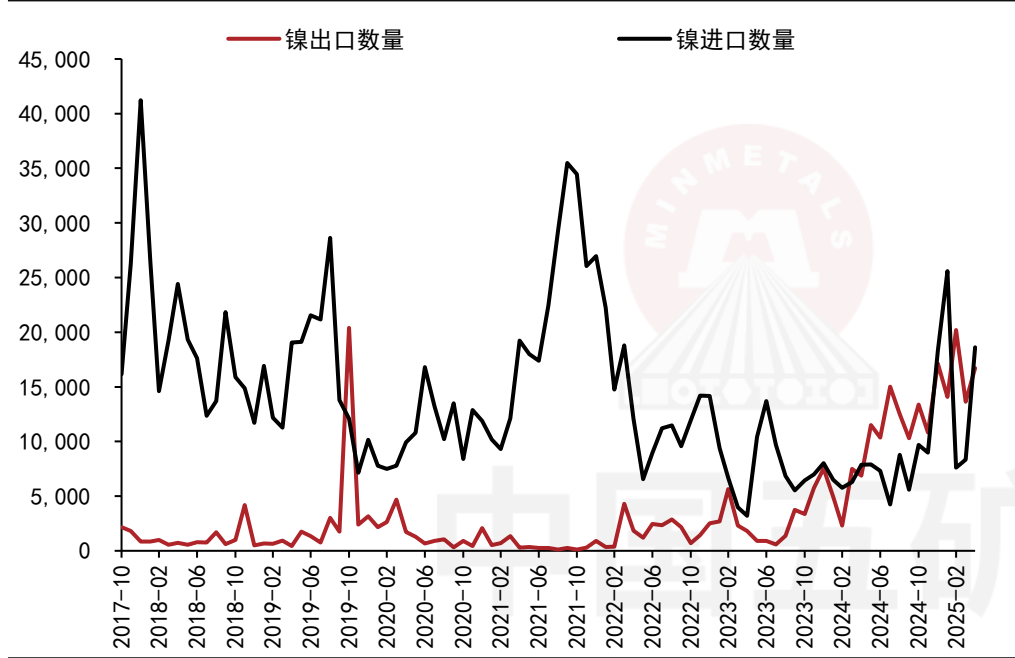
图36：不锈钢库存（万吨）



资料来源：上海钢联、五矿期货研究中心

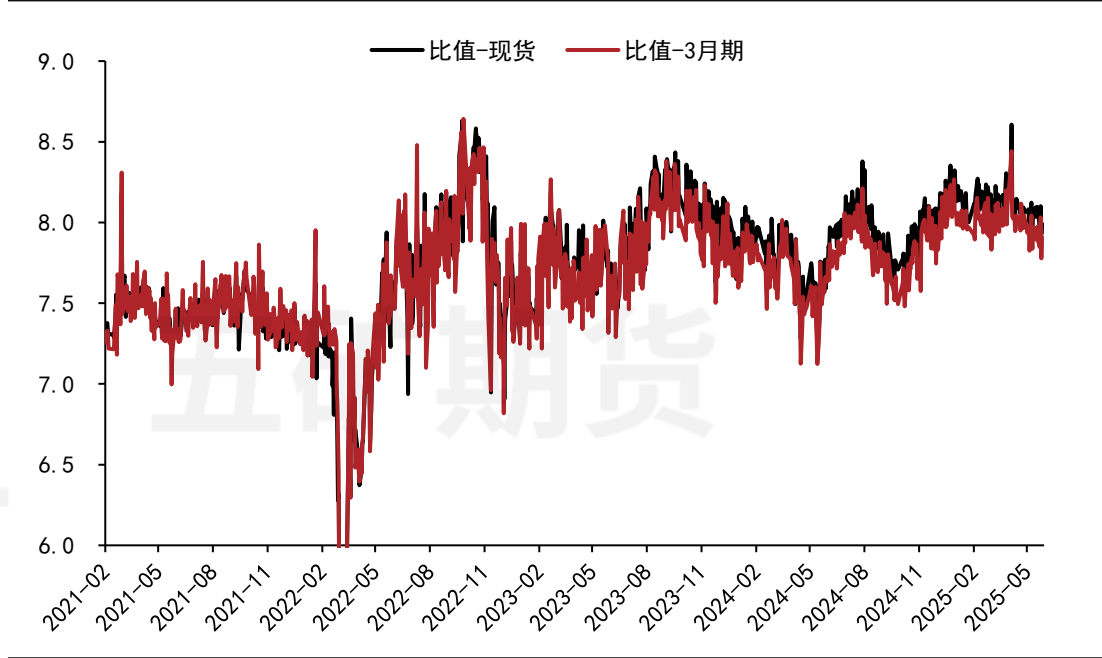
- 1、2025年国内不锈钢产量保持高位。据上海钢联数据，预估2025年1-4月国内43家不锈钢厂粗钢产量1139.6万吨，同比增加9.3%。
- 2、从供需来看，不锈钢库存累积明显。预计在高库存压力下，下半年不锈钢产量增速会有所放缓。

图37：电解镍进口量（吨）



资料来源：海关、五矿期货研究中心

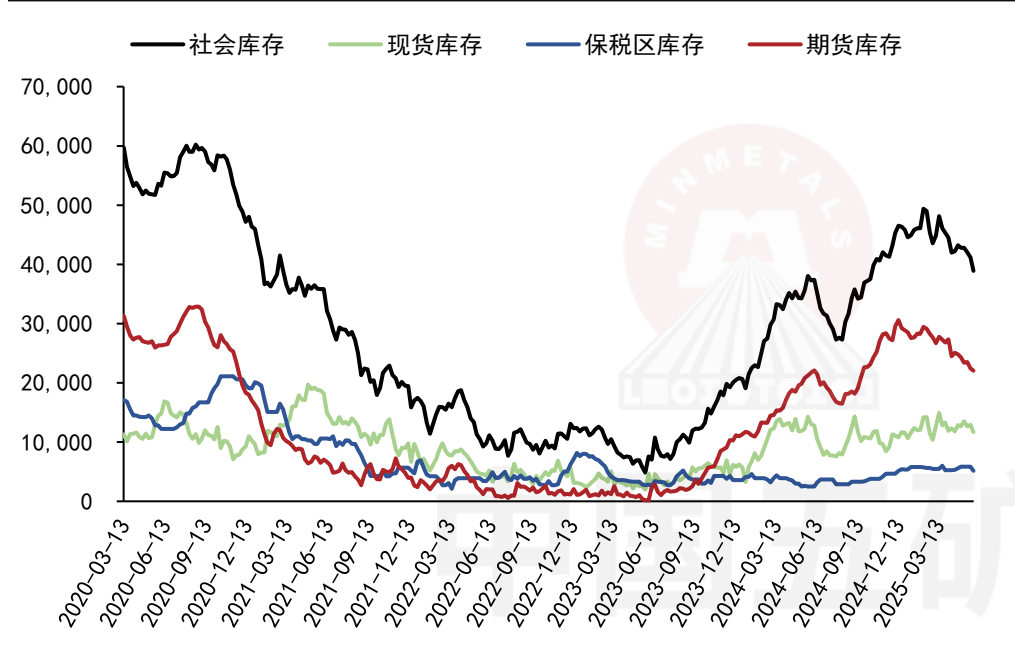
图38：镍沪伦比



资料来源：Wind、五矿期货研究中心

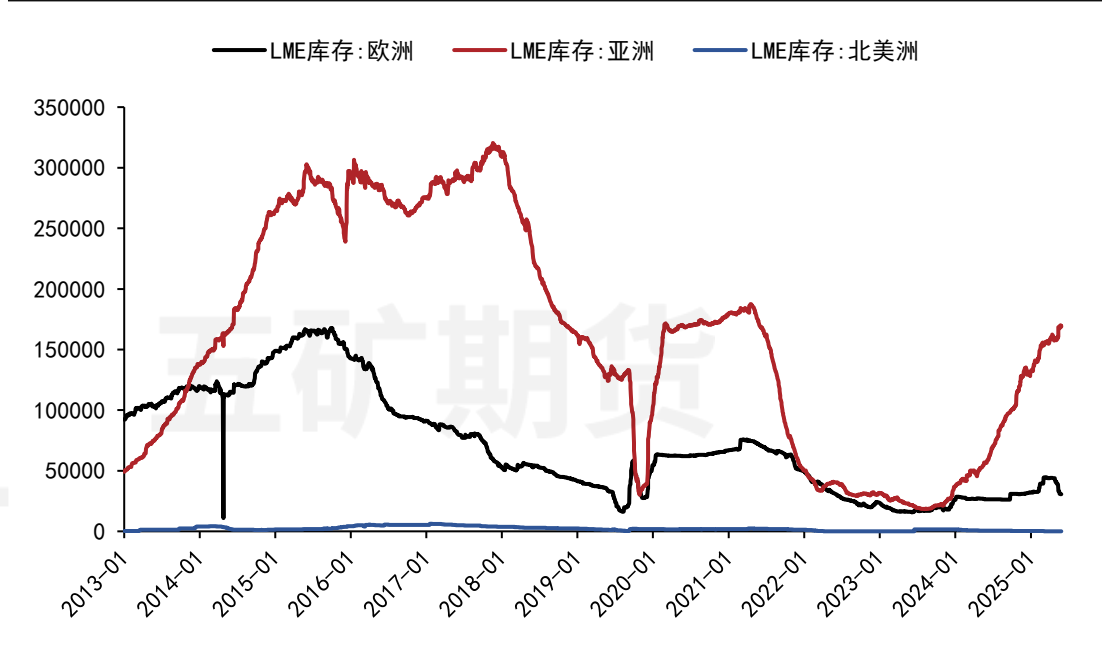
- 1、据中国海关数据统计，2025年1-4月，中国未锻压镍累计进口量6.01万吨，同比增加127.33%。分进口贸易方式来看，以一般贸易方式进口量大幅上涨至1.13万吨，以保税监管场所进出境货物进口量上涨至1577吨，而海关特殊监管区域物流货物流入则增加至5606吨。
- 2、2025年1-4月，中国未锻压镍累计出口量6.46万吨，同比增加198.54%。2025年4月末锻压镍净进口2036吨。国内精炼镍出口主要流向仍为中国台湾、韩国及新加坡几处LME交割仓库所在地。

图39：国内精炼镍库存（吨）



资料来源：上海钢联、五矿期货研究中心

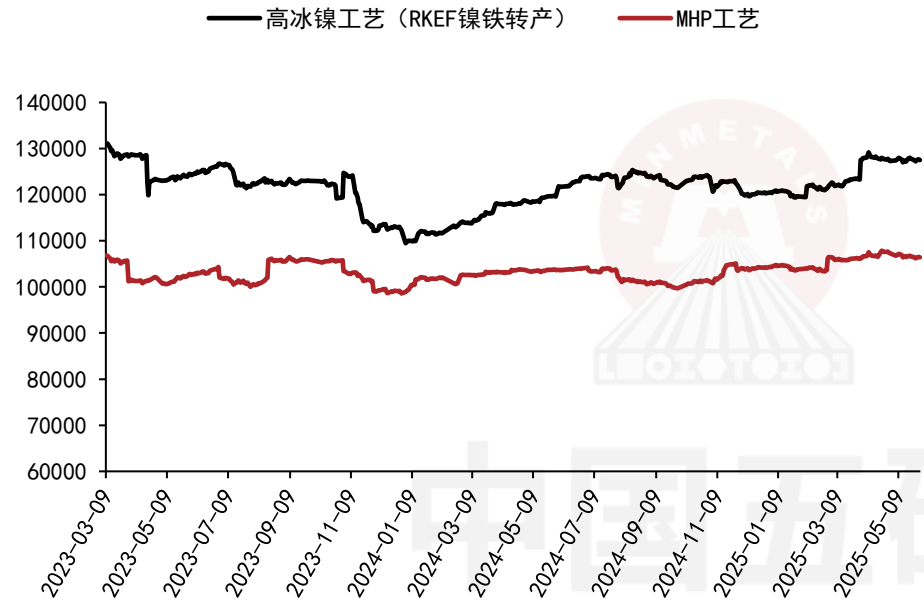
图40：LME分地区库存（吨）



资料来源：LME、五矿期货研究中心

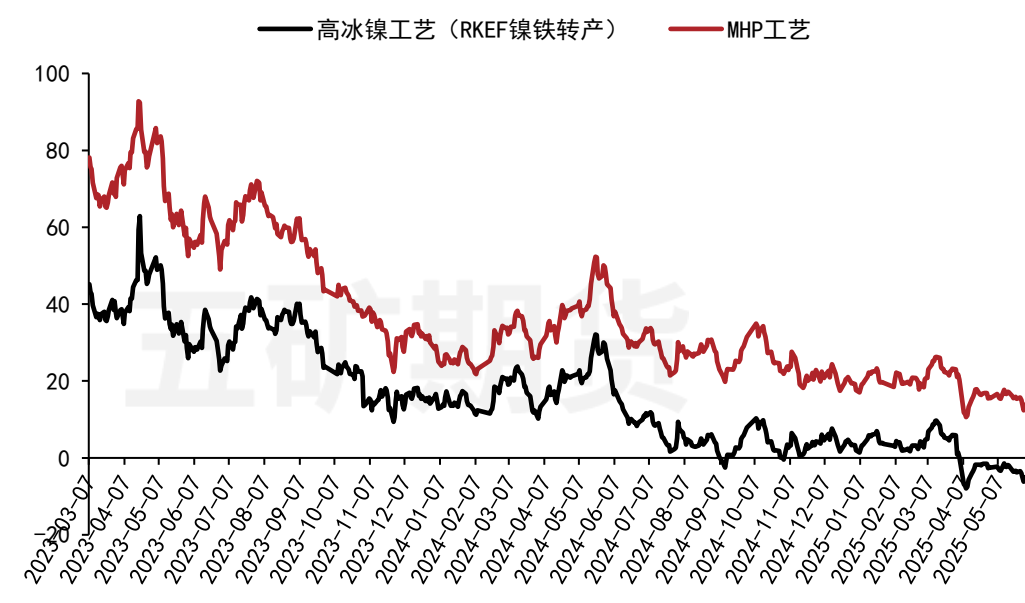
由于上半年部分下游备库需求较强，全球精炼镍库存高位震荡。根据上海钢联数据，5月30日国内+LME显性库存报23.8万吨，较年初增长3.1万吨。

图41：国内精炼镍分原料生产成本（吨）



资料来源：上海钢联、五矿期货研究中心

图42：精炼镍分工艺生产利润率（%）



资料来源：上海钢联、五矿期货研究中心

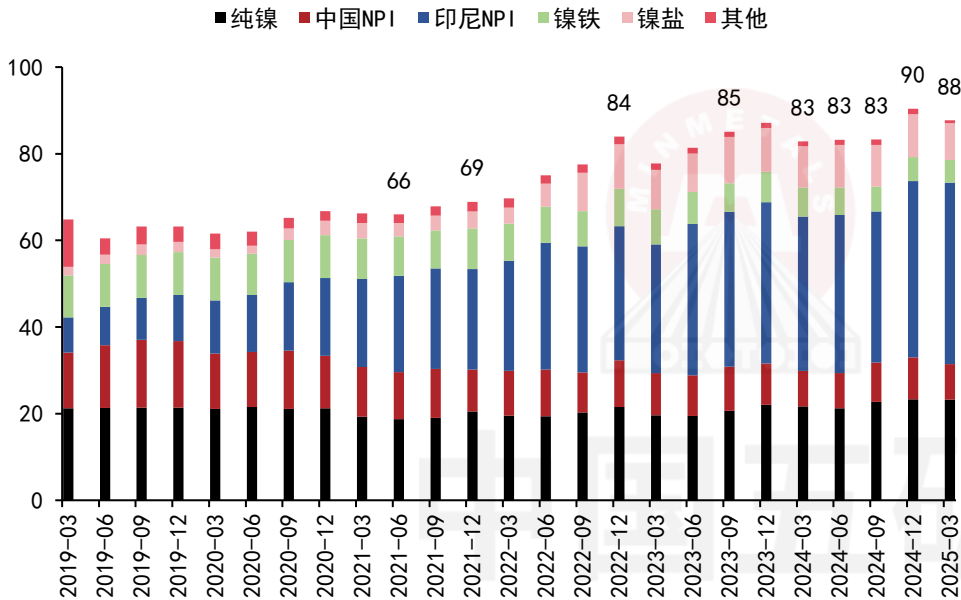
06

---

# 供需平衡

# 供需平衡：镍仍处于过剩周期

图43：全球供应展望(万镍吨)



资料来源：SMM、五矿期货研究中心

图44：季度供需平衡预测（万镍吨）

	不锈钢需求	电池需求	合金需求	电镀需求	其他	总需求	总供给	供需差
2023Q1	48.46	7.9	11.49	2.39	2.63	72.87	77.73	4.86
2023Q2	53.61	8.5	12.3	2.74	2.74	79.89	81.39	1.5
2023Q3	56.95	10.19	12.35	2.53	2.68	84.7	85.07	0.37
2023Q4	57.84	9.69	12.68	2.58	2.75	85.54	87.1	1.56
2023总	216.86	36.28	48.82	10.24	10.8	323	331.29	8.29
2024Q1	54.84	9.98	12.16	2.39	2.6	81.97	82.81	0.84
2024Q2	55.86	9.01	12.99	2.64	2.64	83.14	83.23	0.09
2024Q3	57.81	9.54	12.99	2.6	2.52	85.46	83.3	-2.16
2024Q4	58.77	9.87	12.69	2.58	2.52	86.43	90.38	3.95
2024总	227.28	38.4	50.83	10.21	10.28	337	339.72	2.72
2025Q1	57.66	8.7	12.49	2.38	4.46	85.69	87.73	2.04
2025Q2E	60.31	10.52	13.93	2.6	7.54	94.9	96.41	1.51
2025Q3E	60.81	9.88	14.18	2.66	4.63	92.16	96.35	4.19
2025Q4E	66.64	10.81	14.49	2.58	2.66	97.18	98.43	1.25
2025总	245.42	39.91	55.09	10.22	19.29	369.93	378.92	8.99

资料来源：SMM、五矿期货研究中心

- 1、供需平衡来看，镍仍处于过剩周期。2025全球镍供给总量378.9万吨左右，同比增速11.5%左右；2025年全球镍需求总量369.9万吨左右，同比增速9.8%；过剩量9.0万吨左右。
- 2、供需之外，印尼RKAB审批制度或导致镍矿供应难匹配需求，下游虽仍有投产预期，但矿价支撑叠加下游估值水平较低，镍价难以进一步深跌。预计2025年下半年镍价将探底回升，逐步构筑价格底部，沪镍盘面预计在10万元/吨-14万元/吨之间运行，LME镍预计在14000-18000美元/吨之间运行。



五矿期货有限公司是经中国证监会批准设立的期货经营机构，已具备有商品期货经纪、金融期货经纪、资产管理、期货交易咨询等业务资格。

本刊所有信息均建立在可靠的资料来源基础上。我们力求能为您提供精确的数据，客观的分析和全面的观点。但我们必须声明，对所有信息可能导致的任何损失概不负责。

本报告并不提供量身定制的交易建议。报告的撰写并未虑及读者的具体财务状况及目标。五矿期货研究团队建议交易者应独立评估特定的交易和战略，并鼓励交易者寻求专业财务顾问的意见。具体的交易或战略是否恰当取决于交易者自身的状况和目标。文中所提及的任何观点都仅供参考，不构成买卖建议。

**版权声明：**本报告版权为五矿期货有限公司所有。本刊所含文字、数据和图表未经五矿期货有限公司书面许可，任何人不得以电子、机械、影印、录音或其它任何形式复制、传播或存储于任何检索系统。未经许可，复制本刊任何内容皆属违反版权法行为，可能将受到法律起诉，并承担与之相关的所有损失赔偿和法律费用。

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议。

# 产融服务专家 财富管理平台

网址 [www.wkqh.cn](http://www.wkqh.cn)

全国统一客服热线 400-888-5398

总部地址 深圳市南山区滨海大道3165号五矿金融大厦13-16层



五矿期货微服务



官方微博